

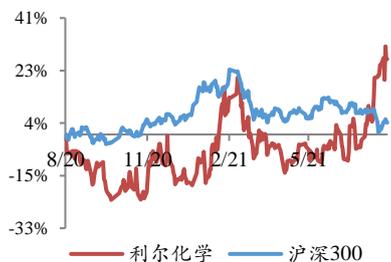
薪酬激励制度落地，半年度业绩创新高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-08

收盘价(元)	31.62
近12个月最高/最低(元)	32.74/19.20
总股本(百万股)	525
流通股本(百万股)	523
流通股比例(%)	99.51
总市值(亿元)	166
流通市值(亿元)	165

公司价格与沪深300走势比较


分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

 1. 技术规模双优势，长期成长可期
 2021-03-07

 2. 农化产品高景气，前三季度净利润
 大幅增长 2020-10-24

 3. 20200806 疫情影响基本结束，农药
 板块再回正轨 2020-09-25

主要观点：

● 事件描述

8月6日，公司发布2021年半年报业绩公告，上半年实现营业收入31.60亿元，同比增长34.51%；实现归母净利润5.05亿元，同比增长97.70%。同时公司公布2021年度经营团队薪酬与考核方案，设定年度奖励提取条件为营业收入不低于55亿元、归母净利润超过7.5亿元。

● 草铵膦量价齐升，业绩同比大幅增长

公司上半年实现销售收入31.60亿元，同比+34.51%；归母净利润5.05亿元，同比增长97.70%；公司总资产86.00亿，较上年度末增长1.61%，归属于母公司的净资产43.88亿元，较年初增长10.47%。公司上半年业绩大幅增长主要系公司核心农药原药产品草铵膦销量及售价提升。目前草铵膦市场实际成交价涨至25.25万元/吨，年初以来涨幅达46.38%。7月均价为22.82万元，同比增长53.47%，环比增长18.41%。

● 草铵膦需求快速增长，较好景气度有望维系

百草枯/草甘膦等竞品在海外部分国家相继禁用，叠加海外转基因种子加速渗透逐步打开需求空间，草铵膦需求量快速增长。2015年全球草铵膦需求是0.92万吨，2020年草铵膦需求已达4.7万吨，经测算2025年需求将增至9.5万吨，其中2020-2025年CAGR=15%。此外，国内草铵膦新增产能有限，其中浙江永农草铵膦推迟至2022年上半年开工，南京红太阳装置调试，暂无接单空间。草铵膦新增供给有限叠加需求快速增长，草铵膦较好景气度维系时间有望超出预期。

● 广安基地草铵膦逐渐放量，新产品加快投产将逐步释放成长性

公司目前拥有15400吨/年草铵膦产能，总产能位列全球第一。其中绵阳基地草铵膦产能为8400吨/年，广安基地年产10000吨草铵膦项目已投产7000吨，完全投产后公司草铵膦产能将达到18400吨。未来公司成长性释放也将持续超出预期。第一，广安基地拜耳法生产线进入试运行阶段，未来公司草铵膦成本有望降低，竞争优势将重新确立；第二，公司丙炔氟草胺、氟环唑、唑啉草酯等小品种，康宽、敌草快、L草铵膦等新产品有望逐步释放成长性。

● 布局生物法L-草铵膦，夯实草铵膦龙头成本优势

公司生物法农药中间体及原药中试装置建设环评文件正进行批复公示阶段，项目拟由子公司利尔生物实施，首先进行(S)-2-氨基-4-羟基丁酸中试，中试时间不超过1年，(S)-2-氨基-4-羟基丁酸中试结束后进行L-草铵膦中试，中试时间也不超过1年。公司布局生物法L-草铵膦，旨在进行农药新品种研发，有望进一步夯实草铵膦龙头成本优势，且待项目中试结束后，设备和中试实验间接研发规划可另作它用。

● 薪酬考核方案落地，彰显公司发展信心

公司发布2021年度经营团队薪酬与考核方案，适用对象为董事长、总

经理、等高管人员，保证了公司在经营决策中的稳定性，有利于公司长期发展。2021年度超目标奖励对营业收入和归母净利润等2项指标进行考核，并采取“达标提取、分段计算”的方式，提取条件为营收不小于55亿元，且归母净利润大于7.5亿元。公司将2021年经营团队的绩效年薪与年度业绩高度挂钩，有别于长期股权激励，年度业绩考核激励有助于实现年度经营目标，同时体现了出公司对业绩及业务发展的信心。

图表 1 公司 2021 年度经营团队薪酬与考核方案

项目	内容		
适用对象	董事长、总经理、副总经理、财务总监		
年度薪酬绩效	基本年薪 + 绩效年薪 + 年度超目标奖励		
绩效年薪	基本年薪 × 年度考核评价系数		
年度考核评价系数	$(\text{年度考核实得分} \div 100) \times 100\%$		
基本年薪	董事长、总经理	70 万，按月平均发放	
	副职负责人	正职负责人基本年薪的 0.6 至 0.9 倍确定，按月平均发放。	
年度超目标奖励	营业收入	≥55 亿元	
	归母净利润	≤7.5 亿元	不提取
		7.5-8.5 亿元 (含)	提取超出 7.5 亿元部分的 5%
>8.5 亿元	提取超出 8.5 亿元部分的 10%		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 投资建议

预计 2021-2023 年公司分别实现归母净利润 10.09、11.67、14.26 亿元，同比分别增长 64.8%、15.7%、22.2%，当前股价对应 PE 分别为 16、14、12 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产能释放不达预期；草铵膦价格回落。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4969	5886	6848	7813
收入同比 (%)	19.3%	18.5%	16.3%	14.1%
归属母公司净利润	612	1009	1167	1426
净利润同比 (%)	96.8%	64.8%	15.7%	22.2%
毛利率 (%)	29.0%	35.8%	35.6%	35.9%
ROE (%)	15.4%	20.3%	19.0%	18.8%
每股收益 (元)	1.17	1.92	2.22	2.71
P/E	17.93	16.46	14.23	11.65
P/B	2.76	3.33	2.70	2.19
EV/EBITDA	9.18	9.19	8.62	7.15

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3544	3933	4299	4650	
现金	1161	1161	1161	1161	
应收账款	900	1092	1244	1428	
其他应收款	6	8	11	11	
预付账款	67	89	91	105	
存货	1068	1134	1341	1514	
其他流动资产	342	449	451	431	
非流动资产	4919	6484	7314	8181	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	3463	4617	5333	6352	
无形资产	415	553	629	702	
其他非流动资产	1042	1314	1352	1127	
资产总计	8463	10417	11613	12831	
流动负债	2559	3351	3193	2793	
短期借款	574	1138	644	6	
应付账款	556	664	758	843	
其他流动负债	1429	1549	1790	1944	
非流动负债	1195	1195	1195	1195	
长期借款	241	241	241	241	
其他非流动负债	955	955	955	955	
负债合计	3754	4546	4388	3988	
少数股东权益	737	890	1077	1269	
股本	524	524	524	524	
资本公积	810	810	810	810	
留存收益	2638	3647	4814	6239	
归属母公司股东权	3973	4981	6148	7574	
负债和股东权益	8463	10417	11613	12831	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	899	1673	1857	2060	
净利润	612	1009	1167	1426	
折旧摊销	391	558	420	469	
财务费用	96	110	112	84	
投资损失	-2	-2	-2	-2	
营运资金变动	-244	-161	-31	-112	
其他经营现金流	901	1329	1387	1734	
投资活动现金流	-505	-2127	-1251	-1338	
资本支出	-454	-2129	-1253	-1340	
长期投资	-2	0	0	0	
其他投资现金流	-49	2	2	2	
筹资活动现金流	73	454	-605	-722	
短期借款	128	564	-493	-638	
长期借款	-185	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	130	-110	-112	-84	
现金净增加额	459	0	0	0	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	4969	5886	6848	7813	
营业成本	3530	3780	4408	5009	
营业税金及附加	20	25	29	32	
销售费用	124	169	196	214	
管理费用	228	270	315	359	
财务费用	129	75	77	49	
资产减值损失	-3	-6	-3	-4	
公允价值变动收益	-7	0	0	0	
投资净收益	2	2	2	2	
营业利润	773	1340	1561	1866	
营业外收入	7	7	7	7	
营业外支出	7	7	7	7	
利润总额	773	1340	1561	1866	
所得税	103	178	207	248	
净利润	671	1162	1354	1618	
少数股东损益	58	153	187	192	
归属母公司净利润	612	1009	1167	1426	
EBITDA	1269	1941	2012	2337	
EPS (元)	1.17	1.92	2.22	2.71	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	19.3%	18.5%	16.3%	14.1%
营业利润	78.9%	73.3%	16.5%	19.5%
归属于母公司净利	96.8%	64.8%	15.7%	22.2%
获利能力				
毛利率 (%)	29.0%	35.8%	35.6%	35.9%
净利率 (%)	12.3%	17.1%	17.0%	18.2%
ROE (%)	15.4%	20.3%	19.0%	18.8%
ROIC (%)	11.6%	14.5%	15.1%	16.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	44.4%	43.6%	37.8%	31.1%
净负债比率 (%)	79.7%	77.4%	60.7%	45.1%
流动比率	1.39	1.17	1.35	1.66
速动比率	0.94	0.81	0.90	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.57	0.59	0.61
应收账款周转率	5.52	5.39	5.50	5.47
应付账款周转率	6.35	5.69	5.81	5.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.92	2.22	2.71
每股经营现金流(薄)	1.71	3.18	3.53	3.92
每股净资产	7.56	9.48	11.70	14.42
估值比率				
P/E	17.93	16.46	14.23	11.65
P/B	2.76	3.33	2.70	2.19
EV/EBITDA	9.18	9.19	8.62	7.15

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 主要从事生物半导体、生物机械领域研究, 共发表 10 篇国际论文, 引用数超 600 次, 申请 5 项国家发明专利; 天津大学化工学士; 2 年央企战略规划经验, 5 年化工卖方研究经验; 2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人: 王强峰, 研究助理, 浙江大学化工硕士、中国石油大学(北京)化工学士, 2 年中化国际战略、市场经验, 近 1 年化工卖方研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。